

ANALISIS PENGARUH TATA KELOLA PERUSAHAAN TERHADAP TINGKAT *UNDERPRICING* PENAWARAN UMUM PERDANA SAHAM

(Studi Empiris terhadap Perusahaan Non Finansial di Bursa Efek Indonesia)

Bangkit Sasongko, Agung Juliarto¹

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

Underpricing phenomenon often occurs when a company undergoes an Initial Public Offering (IPO) in the stock market. Underpricing occurs when the initial public offering price is lower than the first day stock's closing price on the secondary market. Characteristics of corporate governance within the company may affect the investment behavior of investors, thus also affect the IPO pricing strategy. This study aims to analyze the influence of the corporate governance characteristics on the level of IPO underpricing. This research refers to research conducted by Darmadi and Gunawan (2013) and Filatotchev and Bishop (2002). The prior study used board size, board independence, ownership concentration and institutional ownership to analyze the corporate governance affect on underpricing. In this study, managerial ownership is added as independent variable on research model. The purpose is to investigate if and how the influence of share ownership by manager to management decision in determining the IPO price. Overall, this study uses five independent variables: i.e. the number of commissioner, commissioner independence, ownership concentration, managerial ownership, institutional ownership, and three control variables: ROE, firm size and underwriter reputation.

Research population comprise all non-financial companies that was underpriced on IPO for the period 2006-2013. A Total population of 58 companies was used in analysis. Hypotheses in this study indicate that board size, commissioner independence, ownership concentration, managerial ownership, and institutional ownership partially affect the level of underpricing. This study uses Ordinary Least Square (OLS) Regression for hypotheses testing.

Results of this study showed that the number of commissioner and institutional ownership negatively affected the level of underpricing. Ownership concentration had a positive effect on the level of underpricing. This study, did not find significant effects of commissioner independence and managerial ownership on the level of IPO undepricing. The implications of this study showed that the implementation of corporate governance can reduce the determination of the discount rate that used by company as signal of firm quality to investor on IPO.

Keywords : *Initial Public Offering, Underpricing, and Corporate Governance's Characteristics.*

PENDAHULUAN

Pasar modal (*capital market*) merupakan pasar yang mempertemukan dua kepentingan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dan pihak yang memerlukan dana. Perusahaan memanfaatkan pasar modal sebagai alternatif sumber pendanaan usaha guna memperkuat struktur modal perusahaan yang akan melakukan ekspansi bisnisnya. *Initial Public Offering* (IPO) merupakan langkah awal yang harus dilakukan perusahaan ketika memilih alternatif pendanaan melalui pasar modal. Fenomena yang sering terjadi selama proses IPO dikenal dengan istilah *underpricing*.

Underpricing terjadi ketika harga saham perdana lebih rendah dibanding harga penutupan saham IPO pada hari pertama di pasar sekunder (Ali dan Hartono, 2003). Hal ini akan menimbulkan kerugian yang besar bagi perusahaan. Terjadinya *underpricing* disebabkan karena adanya *agency problem* antara agen (*underwriter*) dan prinsipal (perusahaan) sebagai akibat dari asimetri informasi antar kedua pihak (Suyatmin dan Sujadi, 2006). Fenomena ini bisa diminimalisir

¹ Corresponding author

dengan menerapkan *good corporate governance*. Mekanisme *corporate governance* dapat digunakan untuk mengatasi *agency problem* yang timbul akibat adanya *asimetri informasi* yakni dengan melakukan *monitoring* baik secara internal maupun eksternal (Jensen dan Meckling, 1976). Pengaruh mekanisme *corporate governance* dapat dijelaskan dengan dua pendekatan teori yaitu *agency theory* dan *signaling theory*.

Penelitian terdahulu mengenai pengaruh *corporate governance* terhadap *underpricing* masih memunculkan hasil yang tidak konsisten, seperti : Darmadi dan Gunawan (2013), Rahmida (2012), Kurniasih dan Santoso (2008), Yatim (2011), Mnif (2010), dan Filatotchev dan Bishop (2002). Ketidakkonsistenan hasil penelitian, mendorong pengujian lebih lanjut untuk mengetahui konsistensi temuan jika diterapkan pada kondisi lingkungan yang berbeda.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan menemukan bukti empiris pengaruh jumlah dewan komisaris, independensi dewan komisaris, konsentrasi kepemilikan, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional terhadap tingkat *underpricing* para perusahaan non finansial yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2006-2013.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Fenomena *underpricing* dapat dijelaskan dengan dua pendekatan teori yaitu *agency theory* dan *signaling theory*. Teori agensi menjelaskan dalam sebuah hubungan keagenan terjadi kontrak antara prinsipal (pemilik perusahaan) dan agen (pihak yang menjalankan kegiatan operasional perusahaan). Kepentingan antar kedua pihak tidak selamanya sejalan yang dikarenakan adanya *asimetri informasi*. Kaitannya dengan *underpricing*, *underwriter* memiliki informasi yang lebih baik mengenai permintaan saham yang dimiliki emiten, dibanding emiten itu sendiri. Ketidaktahuan emiten dimanfaatkan *underwriter* untuk memperkecil resiko saham yang tidak terjual, sehingga emiten harus menerima harga yang murah pada penawaran perdannya (*underpricing*).

Dalam teori *signaling (signaling theory)* dijelaskan bahwa perusahaan yang berkualitas baik dengan sengaja akan memberikan sinyal pada pasar, dengan demikian pasar diharapkan dapat membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan buruk (Megginson, 1997 dalam Cahyono dan Legowo, 2010). Menurut Grinblatt dan Hwang (1989), pada saat proses IPO terjadi *asymmetric information* antara *issuer* dan calon investor. *Issuer* memiliki informasi yang baik tentang nilai perusahaannya dibandingkan calon investor. Untuk mengatasi permasalahan *asymmetric information* tersebut, *issuer* akan memberikan sinyal dengan melakukan *underpricing* dan menahan sebagian saham yang ditawarkan (*fractional holding*). Semakin besar *fractional holding* menandakan semakin besar *future cash flow* suatu perusahaan.

Pengaruh Jumlah Dewan Komisaris terhadap *Underpricing*

Dewan komisaris dalam suatu perusahaan memiliki peranan penting dalam melakukan pengawasan sekaligus mewakili kepentingan para pemegang saham. Pearce and Zahra (1992) dan Dalton et.al (1999) berpendapat bahwa ukuran dewan adalah salah satu faktor penting dalam pelaksanaan *corporate governance* yang efektif. Besarnya jumlah dewan komisaris dalam struktur dewan perusahaan akan meningkatkan pengawasan efektif terhadap kinerja manajemen perusahaan. Hal ini dijadikan perusahaan sebagai sinyal positif atas kualitas perusahaan guna menarik calon investor potensial. Penelitian Yermack (1996) dan Eisenberg dkk (1998) investor yang membeli saham perusahaan yang melakukan IPO melihat bagaimana efektivitas dewan komisaris yang dinilai dari jumlah dewan komisaris. Dengan demikian, perusahaan tidak perlu menetapkan harga saham perdana yang murah (*underpricing*) untuk mencapai keberhasilan proses IPO. Berdasarkan uraian di atas, rumusan hipotesis yang pertama penelitian ini adalah :

H1 : Jumlah dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*.

Pengaruh Independensi Dewan Komisaris terhadap *Underpricing*

Independensi dewan komisaris dalam pelaksanaan tata kelola perusahaan yang baik sangatlah penting. Williamson (1985) berpendapat bahwa komposisi dewan komisaris dari pihak luar memiliki peran penting dalam menjalankan fungsi pengendalian keputusan *board*. Adanya independensi dewan komisaris akan membuat tata kelola perusahaan dapat terlaksana dengan baik karena fungsi *monitoring* terhadap perusahaan tidak hanya dilakukan oleh pihak internal, tetapi

juga pihak eksternal. Pihak eksternal akan lebih objektif dalam melakukan pengawasan dibandingkan pihak internal karena pihak eksternal berperan sebagai pihak independen yang tidak memiliki hubungan khusus dengan manajemen perusahaan. Hal ini akan diharapkan dapat meminimalisir keputusan manajer yang mengorbankan kepentingan pemegang saham.

Dalam lingkungan kelembagaan yang lebih lemah seperti Indonesia, komisaris independen diharapkan dapat melakukan pengawasan yang efektif dan melindungi kepentingan pemegang saham minoritas (Darmadi dan Gunawan (2013). Independensi dewan komisaris juga diharapkan akan mengurangi masalah keagenan antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham lainnya (Lin dan Chuang, 2011 dalam Darmadi dan Gunawan, 2013). Sesuai pendekatan *signaling theory*, adanya independensi dewan komisaris akan meningkatkan keefektifan penerapan *corporate governance*. Hal ini dianggap sebagai sinyal positif atas kualitas perusahaan, sehingga perusahaan tidak perlu menetapkan kebijakan *underpricing* untuk memberikan sinyal kepada calon investor. Berdasarkan uraian di atas, rumusan hipotesis kedua penelitian ini adalah :

H2 : Independensi dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*.

Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan terhadap *Underpricing*

Konsentrasi kepemilikan diartikan sebagai kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh investor tunggal yang besar (*blockholder*). Adanya konsentrasi kepemilikan dalam suatu perusahaan, dapat memunculkan *agency problem* antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas (Shleifer dan Vishny, 1997 dalam Darmadi dan Gunawan, 2013). Pada dasarnya pemegang saham pengendali ini memiliki kontrol efektif dan memiliki wewenang dalam pengambilan keputusan perusahaan. Penetapan harga saham *underprice* akan menarik perhatian calon investor baru yang potensial sehingga akan membahayakan posisi pemegang saham pengendali. Untuk mengurangi resiko diambil alihnya hak kontrol penuh atas perusahaan, pemegang saham pengendali membeli saham yang di jual saat proses IPO.

Harga penawaran saham perdana yang murah, akan membuka kesempatan pemegang saham pengendali untuk mempertahankan kontrol efektif atas perusahaan dengan menambah kepemilikan jumlah saham perusahaan tersebut. Hal ini untuk mengantisipasi adanya pergeseran hak kontrol atas perusahaan dari pemegang saham pengendali oleh investor baru yang potensial, sehingga pemegang saham pengendali cenderung menerima penetapan harga saham perdana dengan harga yang murah (*underpricing*). Berdasarkan uraian di atas, rumusan hipotesis ketiga penelitian ini adalah :

H3 : Konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap *underpricing*.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap *Underpricing*

Dalam pendekatan *Agency Theory*, struktur kepemilikan manajerial dijadikan sebagai sebuah instrumen atau alat untuk mengurangi konflik keagenan diantara manajer dengan pemegang saham. Kepemilikan manajerial merupakan suatu bentuk mekanisme insentif yang diberikan perusahaan kepada manajer untuk mendorong manajemen bertindak sesuai dengan kepentingan *shareholders*, bukan bertindak untuk kepentingan pribadi. Adanya kepemilikan saham manajerial membuat kedudukan antara pemegang saham dan manajer dapat disejajarkan, sehingga secara tidak langsung manajer berkerja juga demi kepentingan pemegang sahamnya.

Manajer sebagai pemegang saham tidak ingin mengalami kerugian atas penjualan saham perdana perusahaan ke publik, sehingga dalam menetapkan harga penawaran perdana manajer akan berusaha semaksimal mungkin untuk meminimalisir risiko investasi yang nantinya akan ditanggung oleh pemegang saham. Mekanisme ini akan mengurangi *agency problem* antara agen dan prinsipal, sehingga memberikan sinyal positif bahwa perusahaan memiliki kualitas yang baik. Dengan demikian, perusahaan tidak perlu menetapkan harga saham perdana dengan kebijakan *underpricing* guna mencapai keberhasilan IPO. Berdasarkan uraian di atas, rumusan hipotesis keempat penelitian ini adalah :

H4 : Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif terhadap *underpricing*

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap *Underpricing*

Kepemilikan institusional adalah saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, dana pensiun, atau perusahaan lain (Tarjo, 2008). Dalam

kegiatan monitoring perusahaan, fungsi pengendalian yang dilakukan oleh pemegang saham institusi akan semakin efektif apabila pemegang saham memiliki kemampuan dan pengalaman yang baik di bidang bisnis dan keuangan. Pada umumnya investor institusional memiliki kemampuan lebih dan sumber daya yang memadai untuk melakukan pengawasan, sehingga adanya kepemilikan oleh investor institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen perusahaan.

Pastisipasi investor institusional dalam struktur kepemilikan perusahaan juga dapat mengurangi *agency problem* antara pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas sehingga akan meningkatkan praktik *corporate governance*. Darmadi dan Gunawan (2013) mengatakan bahwa kehadiran investor institusional dapat mengurangi asimetri informasi antara emiten dan calon investor baru, maka dari itu emiten tidak perlu membuat kebijakan harga penawaran saham perdana yang *underprice* untuk mencapai keberhasilan IPO. Berdasarkan uraian diatas, rumusan hipotesis kelima penelitian ini adalah :

H5 : Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif terhadap *underpricing*.

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Ringkasan variabel dependen, independen, dan kontrol yang digunakan dalam penelitian dijelaskan dalam tabel 1 berikut ini.

Tabel 1
Variabel, Dimensi, Indikator, dan Skala Pengukuran

Variabel Penelitian	Dimensi	Indikator	Skala Pengukuran
<i>Underpricing</i> (Y)	Suyatmin dan Sujadi (2006) dalam Rahmida (2012)	$IR = (Pt_1 - Pt_0) / Pt_0 \times 100\%$	Rasio
Jumlah Dewan Komisaris (X1)	Vafeas (2000) dalam Rahmida (2012)	\sum dewan komisaris dalam struktur dewan perusahaan	Interval
Independensi Dewan Komisaris (X2)	Darmadi dan Gunawan (2013)	Perbandingan antara jumlah dewan komisaris independen dengan total dewan komisaris	Rasio
Konsentrasi Kepemilikan (X3)	Luthfiardi (2012)	$Herf_Ind = \sum_{i=1}^n S_i^2$ *Top 5 pemegang saham	Interval
Kepemilikan Manajerial (X4)	Kurniasih dan Santoso (2008)	Pebandingan antara jumlah saham yang dimiliki manajer dengan total saham beredar	Rasio
Kepemilikan Institusional (X5)	Darmadi dan Gunawan (2013)	Perbandingan antara jumlah saham yang dimiliki institusi lain dengan total saham beredar	Rasio
ROE (X6)	Yolana dan Martani (2005)	Perbandingan nilai antara <i>net income after tax</i> dan <i>total equity</i>	Rasio
Ukuran Perusahaan (X7)	Yong (2007) dalam Darmadi dan Gunawan (2013)	Nilai buku dari total aset yang dimiliki perusahaan	Interval
Reputasi Underwriter (X8)	Yolana dan Martani (2005)	Variabel <i>dummy</i> 1 = jika perusahaan menggunakan jasa <i>underwriter</i> yang termasuk top 10 dalam 20 Most Active Brokerage House Monthly in Total Trading Frequency selama periode penelitian, dan variabel <i>dummy</i> 0 = sebaliknya	Nominal

Penentuan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan non finansial di Bursa Efek Indonesia yang melakukan IPO (*Initial Public Offering*) dan mengalami *underpricing* selama periode 2006-2013, serta memiliki data lengkap mengenai tata kelola perusahaan.

Metode Analisis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan analisis multivariate dengan alat analisis regresi *Ordinary Least Squares* (OLS) yang dapat digambarkan dalam persamaan berikut ini :

$$UNDR = \beta_0 + \beta_1 BOC_SIZE + \beta_2 IND_COM + \beta_3 OWN_CON + \beta_4 MAN_OWN + \beta_5 INST_OWN + \beta_6 ROE + \beta_7 FIRM_SIZE + \beta_8 UNDWR_REP + e$$

Keterangan:

UNDR	=	<i>underpricing</i>
β_0	=	konstanta
BOC_SIZE	=	jumlah dewan komisaris
IND_COM	=	independensi dewan komisaris
OWN_CON	=	konsentrasi kepemilikan
MAN_OWN	=	kepemilikan manajerial
INST_OWN	=	kepemilikan institusional
ROE	=	<i>return on equity</i>
FIRM_SIZE	=	ukuran perusahaan
UNDWR_REP	=	reputasi <i>underwriter</i>
e	=	<i>error</i>

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Sampel Penelitian

Berdasarkan pemilihan objek penelitian dengan menggunakan data sensus, diperoleh populasi penelitian sebesar 58 perusahaan yang dapat dilihat pada tabel 2.

Tabel 2
Deskripsi Objek Penelitian

NO	Keterangan	Jumlah perusahaan
1	Perusahaan non finansial yang melakukan <i>Initial Public Offering</i> selama tahun 2006 sampai 2013, mengalami <i>underpricing</i> , dan memiliki data lengkap mengenai tata kelola perusahaan	67
2	Data <i>outlier</i> dalam data	9
Total data akhir penelitian		58

Sumber : data hasil pengolahan

Deskripsi Variabel

Tabel 3
Statistik Deskriptif

Variabel	N (jumlah sampel)	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
UNDR	58	0,0108	1,0612	0,2911	0,2666
BOC_SIZE	58	2	6	3,8103	1,4685
IND_COM	58	0	0,6667	0,3513	0,1545
OWN_CON	58	0,0682	1	0,6654	0,2712

MAN_OW	58	0	0,1762	0,0276	0,0436
INST_OW	58	0,7091	1	0,9541	0,0742
ROE	58	-0,1283	0,91	0,1909	0,2142
FIRM_SIZE	58	2,11E+10	1,52391E+13	2,43896E+12	3,3779E+12

Sumber : data hasil pengolahan SPSS 21

Pada tabel 4.2. terlihat bahwa rata-rata variabel UNDR yang menunjukkan tingkat *underpricing* yang dialami oleh seluruh sampel penelitian yakni sebesar 0,2911 atau 29,11%. Rata-rata jumlah dewan komisaris (BOC_SIZE) dalam struktur dewan perusahaan sebesar 3,8103 atau 4 orang. Independensi dewan komisaris (IND_COM) yang dilihat dari perbandingan jumlah komisaris independen dengan total dewan komisaris memiliki rata-rata sebesar 0,3513 atau 35%. Kepemilikan saham yang terkonsentrasi (OWN_CON) didalam populasi penelitian memiliki rata-rata sebesar 0,6654 atau 66,54% yang berarti secara keseluruhan kepemilikan saham pada struktur modal populasi penelitian terkonsentrasi oleh *blockholders*. Kepemilikan saham oleh manajer (MAN_OW) memiliki rata-rata sebesar 0,0276 atau 2,76%, sedangkan kepemilikan saham oleh insitusi diluar perusahaan memiliki rata-rata sebesar 0,9541 atau 95,41%. Variabel ROE dan ukuran perusahaan (FIRM_SIZE) yang dalam penelitian digunakan sebagai variabel kontrol, secara berurutan memiliki rata-rata sebesar 0,1909 (19,09%) dan Rp 2.439.000.000.000

Tabel 4
Distribusi Frekuensi Reputasi Underwriter

	Frekuensi	%
UNDWR_REP		
0	37	63,8
1	21	36,2
Total	58	100

Sumber : data hasil pengolahan SPSS 21

Variabel lain yang dijadikan sebagai variabel kontrol dalam penelitian yaitu reputasi *underwriter* (UDWR_REP). Berdasarkan Tabel 4.3 (Distribusi Frekuensi Reputasi *Underwriter*), terlihat bahwa dari total 58 sampel penelitian, terdapat 21 perusahaan atau sebesar 36,2% perusahaan menggunakan jasa *underwriter* yang termasuk top 10 dalam **20 Most Active Brokerage House Monthly in Total Trading Frequency** dan 37 perusahaan atau sebesar 63,8% perusahaan menggunakan jasa *underwriter* di luar kriteria top 10.

Uji Asumsi Klasik

Penelitian ini telah lolos dalam pengujian asumsi klasik. Pada pengujian normalitas dengan uji *Kolmogorov-Smirnov* diperoleh nilai *Asymp. Sig (2-tailed)* menunjukkan angka 0,978 atau >5%, yang berarti data penelitian terdistribusi secara normal. Pendeteksian ada atau tidaknya multikolinearitas pada model regresi dilihat dari nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Hasilnya menunjukkan bahwa semua variabel independen dan variabel kontrol dalam penelitian memiliki nilai VIF kurang dari 10, yang berarti model regresi bebas dari gejala multikolinearitas.

Pengujian heteroskedastisitas pada model regresi dilakukan dengan uji *scatter plot*. Hasilnya menunjukkan bahwa titik-titik di dalam grafik tersebar merata, yang berarti model yang digunakan tidak terdapat masalah heteroskedastisitas. Pendeteksian ada atau tidaknya autokorelasi pada model regresi menggunakan uji *runs test*. Nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* pada uji *runs test* menunjukkan angka sebesar 0,117 atau > 5%, yang berarti bahwa model regresi yang digunakan terbebas dari masalah autokorelasi.

Pembahasan Hasil Penelitian

Hasil uji koefisien determinasi dalam penelitian ini menunjukkan nilai *adjusted R square* sebesar 0,326 atau 32,6%. Hal ini berarti bahwa variabilitas *underpricing* dapat dijelaskan oleh variabilitas kedelapan variabel independen yaitu jumlah dewan komisaris, independensi dewan komisaris, konsentrasi kepemilikan, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ROE,

ukuran perusahaan, dan reputasi underwriter sebesar 32,6%, sedangkan sisanya sebesar 67,3% dijelaskan oleh variabel lain diluar model.

Pengujian statistik F dalam penelitian menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,000. Hal ini berarti bahwa jumlah dewan komisaris, independensi dewan komisaris, konsentrasi kepemilikan, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ROE, ukuran perusahaan, dan reputasi *underwriter* secara simultan berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*. Hasil pengujian hipotesis mengenai pengaruh secara parsial variabel independen terhadap variabel dependen dapat dilihat pada Tabel 5 berikut ini.

Tabel 5
Hasil Uji Regresi

Variabel	Signifikansi
SQBOC_SIZE	0,026 **
IND_COM	0,561
OWN_CON	0,030 **
MAN_OWEN	0,167
INST_OWEN	0,092 *
ROE	0,492
LN FIRM_SIZE	0,021 **
UNDWR_REP	0,303

Sumber : data hasil pengolahan SPSS 21

** signifikan pada level $\alpha = 5\%$

* signifikan pada level $\alpha = 10\%$

Hasil pengujian terhadap hipotesis pertama penelitian menunjukkan bahwa **H1 diterima**. Pada Tabel 5 diatas, terlihat bahwa variabel SQBOC_SIZE memiliki nilai signifikansi 0,026, yang berarti bahwa jumlah dewan komisaris terbukti secara signifikan berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing* pada level signifikansi 5%. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Rahmida (2012) dan Darmadi dan Gunawan (2013). Besarnya jumlah dewan komisaris dalam suatu perusahaan akan meningkatkan pengawasan efektif terhadap kinerja perusahaan sehingga akan mengurangi *agency problem* antara agen dan prinsipal. Jumlah dewan komisaris yang semakin banyak menunjukkan tata kelola perusahaan yang semakin baik pula, sehingga besarnya komposisi dewan komisaris dalam perusahaan dijadikan sebagai sinyal atas kualitas perusahaan kepada masyarakat. Dengan demikian, perusahaan tidak perlu melakukan *underpricing* sebagai alat untuk menunjukkan kualitas perusahaan kepada calon investor guna mencapai keberhasilan proses IPO.

Pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa independensi dewan komisaris tidak terbukti secara signifikan berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*, yang berarti **H2 ditolak**. Hal ini dibuktikan dengan nilai signifikansi variabel IND_COM pada Tabel 5 menunjukkan angka 0,561 atau $>10\%$. Temuan ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Filatotchev dan Bishop (2002) dan Mnif (2010), tetapi temuan ini mendukung hasil penelitian Yatim (2011) dan Rahmida (2012). Tidak terbuktinya hipotesis kedua dalam penelitian ini, kemungkinan disebabkan karena peranan dari komisaris independen dalam sistem *corporate governance* di Indonesia yang masih belum efektif sehingga calon investor tidak melihat independensi dewan komisaris sebagai indikator kualitas IPO suatu perusahaan, dimana hal ini sesuai dengan penelitian Darmadi dan Gunawan (2013). Adanya komisaris independen dalam struktur dewan komisaris perusahaan-perusahaan di Indonesia sepertinya hanya sebagai formalitas untuk memenuhi aturan yang dibuat oleh BAPEPAM-LK.

Hasil pengujian terhadap hipotesis ketiga penelitian menunjukkan bahwa **H3 di terima**. Pada Tabel 5 diatas, terlihat bahwa variabel OWN_CON memiliki nilai signifikansi 0,030, yang berarti konsentrasi kepemilikan terbukti secara signifikan berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing* pada level signifikansi 5%. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang

dilakukan oleh Mc. Connell dan Servaes (1990). Dalam penetapan harga saham perdana, pemegang saham pengendali cenderung memilih untuk menetapkan harga IPO dengan harga yang relatif lebih murah (*underprice*) guna mempertahankan hak kontrolnya atas perusahaan. Harga IPO yang murah membuat pemegang saham pengendali memiliki kesempatan membeli saham IPO dengan nominal besar, sehingga kontrol aktif terhadap perusahaan tidak diambil alih oleh pemegang saham baru yang potensial. Dalam *agency theory*, hal tersebut akan memunculkan *agency problem* antara pemegang saham pengendali dan minoritas (Shleifer dan Vishny, 1997 dalam Darmadi dan Gunawan, 2013). Adanya konsentrasi kepemilikan dianggap sebagai sinyal negatif atas kualitas perusahaan, sehingga perusahaan menetapkan kebijakan *underpricing* guna menarik perhatian publik untuk membeli saham IPO perusahaan.

Pengujian hipotesis keempat menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak terbukti secara signifikan berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*, yang berarti **H4 ditolak**. Hal ini dibuktikan dengan nilai signifikansi variabel MAN_OWN pada Tabel 5 menunjukkan angka 0,167 atau >10%. Temuan ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Kurniasih dan Santoso (2008) serta Field dan Sheehan (2003). Pada struktur pemegang saham perusahaan di Indonesia, kepemilikan saham perusahaan oleh manajer hanya memiliki prosentase kecil. Rendahnya kepemilikan saham oleh manajer ini akan berpengaruh pada kekuatan (*bargaining power*) manajer untuk mempengaruhi penetapan harga penawaran saham perdana saat Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Manajer dengan kepemilikan saham rendah tidak memiliki kekuatan yang cukup untuk memasukkan kepentingannya saat penetapan harga penawaran saham perdana. Dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) perusahaan di Indonesia, pemegang saham mayoritaslah yang memiliki kekuatan tertinggi untuk memutuskan hasil rapat. Hal tersebut membuktikan bahwa di Indonesia, manajer tidak dapat sepenuhnya mempengaruhi penetapan harga saham perdana, sehingga inilah yang menjadi penyebab tidak adanya pengaruh kepemilikan manajerial terhadap tingkat *underpricing*.

Hasil pengujian terhadap hipotesis kelima penelitian menunjukkan bahwa **H5 diterima**. Pada Tabel 5 diatas, terlihat bahwa variabel INST_OWN memiliki nilai signifikansi 0,092, yang berarti kepemilikan institusional terbukti secara signifikan berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing* pada level signifikansi 10%. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Darmadi dan Gunawan (2013). Kepemilikan saham oleh insitusi lain akan meningkatkan nilai perusahaan. Institusi lain dianggap memiliki kemampuan dan pengalaman yang baik di bidang bisnis dan keuangan, sehingga kegiatan *monitoring* perusahaan akan lebih efektif dilakukan. Dalam *agency theory*, saham perusahaan yang dimiliki institusi lain dapat mengurangi *agency problem* antara pemegang saham pengendali dan minoritas. *Institusional ownership* dianggap sebagai sinyal positif yang menunjukkan kualitas perusahaan, sehingga emiten tidak perlu melakukan kebijakan *underpricing* untuk memberikan sinyal kualitas perusahaan kepada publik. Kepemilikan institusional di Indonesia memiliki prosentase yang cukup besar dalam struktur pemegang saham perusahaan yaitu dengan rata-rata sebesar 95%. Hal ini menunjukkan bahwa dalam penetapan harga saham perdana melalui mekanisme Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang cukup besar terhadap penetapan harga penawaran saham perusahaan yang akan *go public*.

Hasil pengujian pengaruh variabel kontrol penelitian terhadap *underpricing* yang ditunjukkan pada tabel 5, dapat dilihat bahwa hanya variabel ukuran perusahaan yang secara signifikan berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*. Sedangkan kedua variabel lainnya yaitu ROE dan reputasi *underwriter* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *underpricing*.

KESIMPULAN DAN KETERBATASAN

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa karakteristik *corporate governance* yang diprosikan dengan jumlah dewan komisaris, independensi dewan komisaris, konsentrasi kepemilikan, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional secara simultan berpengaruh terhadap *underpricing*. Pengujian pengaruh secara parsial masing-masing parameter yang digunakan dalam penelitian terhadap tingkat *underpricing* menunjukkan bahwa dari delapan variabel independen dan kontrol yang diteliti (jumlah dewan komisaris, independensi dewan komisaris, konsentrasi kepemilikan, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ROE, ukuran perusahaan, dan reputasi *underwriter*), terbukti bahwa jumlah dewan komisaris,

kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan secara signifikan berpengaruh negatif terhadap tingkat *underpricing*. Hal ini berarti bahwa jumlah dewan komisaris, kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan yang semakin besar, akan menurunkan tingkat *underpricing*. Disamping itu konsentrasi kepemilikan juga terbukti secara signifikan berpengaruh positif terhadap tingkat *underpricing*. Semakin besar prosentase kepemilikan saham perusahaan yang terkonsentrasi, akan memperbesar tingkat *underpricing* yang terjadi. Variabel lain seperti independensi dewan komisaris, kepemilikan manajerial, ROE, dan reputasi underwriter terbukti tidak berpengaruh terhadap tingkat *underpricing*.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, penggunaan variabel manajerial dalam penelitian kurang dapat menjelaskan kondisi struktur modal perusahaan di Indonesia. Kedua, nilai *Adjusted R Square* dalam model penelitian hanya sebesar 32,6%. Masih terdapat banyak faktor lain di luar variabel yang diamati berpengaruh terhadap *underpricing*. Ketiga, sampel penelitian yang digunakan terbatas yaitu sebesar 58 perusahaan.

Atas dasar keterbatasan tersebut, untuk penelitian selanjutnya disarankan untuk memperluas akses informasi perusahaan, sehingga data penelitian akan lebih banyak dan mengkaji ulang penggunaan variabel manajerial dalam penelitian berkaitan dengan relevansi variabel tersebut pada kondisi struktur pemegang saham di Indonesia saat ini. Disamping itu, penelitian selanjutnya juga disarankan untuk menambahkan proksi lain dari *corporate governance* yang dapat menjelaskan fenomena *underpricing* di Indonesia seperti kepemilikan asing.

REFERENSI

- Aini, Shoviyah Nur. 2013. "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Underpricing Saham Pada Perusahaan IPO di BEI Periode 2007-2011". *Jurnal Ilmiah Manajemen*, Vol.1, No. 1, Hal. 89.
- Cahyono dkk. 2010. "Underpricing Phenomenon In Company Financial And Non-Financial Stock Exchange In Indonesia (Case Study In BEI)". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. <http://ejournal.stienusa.ac.id/index.php/article>. Diakses tanggal 25 Oktober 2013.
- Chen, J. and Strange, R. 2004. "The Effect of Ownership Structure on the Underpricing of Initial Public Offerings: Evidence from Chinese Stock Markets", working paper, King's College London, London, 15 April 2000.
- Coles, J.L., Daniel, N.D. and Naveen, L. 2008. "Boards: Does One Size Fit All?". *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, No. 2, pp. 329-56.
- Dalton, D.R., Daily, C.M., Johnson, J.L. and Ellstrand, A.E. 1999. "Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis". *The Academy of Management Journal*, Vol. 42, No. 6, pp. 674-86.
- Darmadi, Salim dan Randy Gunawan. 2013. "Underpricing, Board Structure, and Ownership An Empirical Examination of Indonesian IPO Firms". *Managerial Finance*. Vol. 39 No. 2, pp. 181-200.
- Eisenberg, T, S. Sundgern, dan M. Wells. 1998. "Larger Board size and Decreasing Firm Value in Small Firms". *Journal of Financial Economics*, Vol. 48, Hal. 35-54.
- Filatotchev, I. and Bishop, K. (2002), "Board composition, share ownership, and 'underpricing' of U.K. IPO firms". *Strategic Management Journal*, Vol. 23 No. 10, pp. 941-55.
- Jensen, M.C. 1976. "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-60.

- Kurniasih, Lulus dan Arif. L.S. 2008. "Bukti Empiris Fenomena Underpricing dan Pengaruh Mekanisme Corporate Governance". *Jurnal Ekonomi dan Kewirausahaan*, Vol. 8, No. 1, Hal. 1 – 15.
- Luthfiardi, Ikhsan. 2010. "Analisis Pengaruh Corporate Governance Performance Index dan Konsentrasi Kepemilikan Perusahaan Terhadap Efisiensi Investasi: Pada Perusahaan yang terdaftar di BEI dan IICG 2007-2010". Skripsi Sarjana Fakultas Ilmu Sosial dan Ilmu Politik Administrasi Negara Universitas Indonesia.
- Mnif, Anis. 2010. "Board of Directors and The Pricing of Initial Public Offerings (Ipos): Does The Existence of A Properly Structured Board Matter? Evidence From France". France : La place de la dimension européenne dans la Comptabilité Contrôle Audit, Strasbourg.
- Pearce, J.A. II and Zahra, S.A. 1992. "Board Composition from A Strategic Contingency Perspective". *Journal of Management Studies*, Vol. 29 No. 4, pp. 411-38.
- Rahmida, A.R. 2012. "Pengaruh Karakteristik Dewan Komisaris, Keberadaan Komite Audit, Kualitas Auditor Eksternal, dan Monitoring Bank terhadap Underpricing saat Initial Public Offering". Tesis Magister Manajemen Universitas Indonesia. Hal 1-11.
- Suyatmin dan Sujadi. 2006. "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Underpricing pada Penawaran Umum Perdana di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Manajemen dan Bisnis*. Vol. 10, No. 1, Hal. 11-32.
- Tarjo. 2008. "Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan Leverage Terhadap Manajemen Laba, Nilai Pemegang saham serta Cost of Equity Capital". *Symposium Nasional Akuntansi XI*. Pontianak.
- Williamson, O.E. 1985. *The Economic Institutions of Capitalism*, The Free Press, New York, NY.
- Yatim, Puan. 2011. "Underpricing and Board Structures: An Investigation of Malaysian Initial Public Offerings (Ipos)". *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, Vol. 7, No. 1, pp. 73–93. Malaysia : Universiti Sains Malaysia.
- Yermack, David. 1996. "Higher Market Valuation of Companies with A Small Board of Directors". *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, pp. 185-211.
- Yolana, Christina dan Dwi Martani. 2005. "Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Fenomena Underpricing pada Penawaran Saham Perdana di BEJ Tahun 1994 – 2001". *Makalah Seminar Nasional Akuntansi VIII*. Solo, 15 – 16 September 2005.